

高橋財政期の国債消化力とは何だったのか：日銀 売りオペとシンジケート銀行

著者	佐藤 政則
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	82
号	4
ページ	191-204
発行年	2015-03-20
URL	http://hdl.handle.net/10114/10422

高橋財政期の国債消化力とは何だったのか

一日銀売りオペとシンジケート銀行―

佐藤 政 則

はじめに

小論では、1932年12月から始まる日銀引受国債の売りオペレーションについて、国債引受シンジケート銀行を中心に検討し、「国債消化力」と呼ばれた市場らしきものの実態を明らかにする。併せて1936年2.26事件以降の変化についても論及する。

当時の超優良銀行の代名詞であり、最大の国債所有者でもある国債引受シンジケート銀行からの分析は、高橋財政に関する膨大な研究においても長く等閑視されてきた。この分析を射程外において日銀引受国債発行という壮大な政治経済的施策を捉えることはできない。日銀引受と売りオペとがセットになっているところに、この発行方式の特徴があり、売りオペで余剰資金を吸収しようとしても、買い手が見つかるかどうかは相手次第、わからないという難点があったからである。

したがって実施にあたっては、国債消化の制度的・市場的条件を整備するだけでは不十分であり、とくに買い手の中核となるシ団銀行の理解と協力が不可欠であった。つまり日銀引受国債発行は、発行主体（大蔵省）、引受主体（日本銀行）、購入主体（主にシンジケート銀行）という三位一体の協働関係があって初めて稼働できたのである。

ところが、1931年秋からのドル買い問題を機に、シンジケート銀行団の

中核的存在である三井、三菱、住友各行と大蔵・日銀との信頼関係は修復困難なまでに毀損しており、シ団内部での反目も激化していた。つまりシンジケート銀行団は機能不全であった。国内外ともに緊迫した情勢にありながら、金輸出再禁止から日銀引受国債発行・売りオペまで1年間も要した背景には、日本銀行参与会の設置など信頼関係の再構築もあったのである¹⁾。

1. 順調な国債消化とシンジケート銀行

東西シンジケート銀行団、国債銀行団、国債引受団と様々に呼ばれていた国債引受シンジケート銀行団であるが、その本来的役割は、当然ながら、公募される国債の引受にある。通常であれば、国債の公募にあたってシンジケート銀行は引受予約をするが、それを取りまとめるのが、政府の内命を受けた日本銀行である。日銀は発行の都度、シンジケート銀行団の代表者を日銀に招き、これに大蔵省の代表者が加わって協議する。そこでは予め日銀と大蔵との間で内定している発行条件等をシ団銀行に提示し、予約を要請する。そのさい予約額で起債額を満たし得るかがポイントになる。予約内諾の合意の後に募集発行の条件等が公表される。「乗換応募」とも呼ばれた借換の場合もほぼ同様である²⁾。

もっとも新規公債の引受は、1928年3月に発行された第47回五分利国庫債券7,000万円が実質的な最後であり、これ以降は借換債の引受であった³⁾。また借換についても1932年7月の第20回五分利国庫債券借替協議（第61回五分利国庫債券の発行条件を決定）が事実上の最後となった⁴⁾。1934年6

1) 研究史も含めた以上の議論については、下記を参照。

佐藤政則・永廣顕『1932年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか—大蔵省・日本銀行・シンジケート銀行からの考察—』麗澤大学経済社会総合研究センター、ワーキングペーパーNo.55, 2013年3月。(http://riess.reitaku-u.ac.jp/report/2013041017034984.html)

2) 『日本銀行沿革史』第三集第十四巻, pp132-135。

3) 『昭和財政史』第6巻, 巻末統計, pp42-49。

4) 『日本銀行調査月報』昭和7年7月, 『日本金融史資料 昭和編』第7巻, p774。

月に満期を迎える第22回五分利国庫債券まで、借換公募の対象となる債券がないのである。したがって借換協議は行われない。そして1934年春、通常であれば借換協議の時期なのであるが、日銀は招集しなかった。それに代わって同年4月に日銀は、シ団代表者に対して借換発行についても日銀引受となる旨を伝えるのである⁵⁾。

1932年末の国債引受シンジケート銀行団は以下の通りである。このうち、特殊銀行と信託会社を除く11行が⁶⁾、超優良銀行の代名詞としてシンジケート銀行と呼ばれていた⁶⁾。

横浜正金、日本興業、朝鮮

第一、三井、三菱、安田、住友、川崎第百（1936年11月第百銀行）、三十四、鴻池、山口（以上の3行は1933年8月三和銀行）、名古屋、愛知

三井、三菱、安田、住友の4信託会社（1932年7月から参加）

シンジケート銀行団には、上記のようないわば表の顔とは別に、東西有力銀行の集まりであることから自ずと調停・調整などの役割を務めた。このため、その時々を経済問題について政府や日銀と折衝し金融界を取りまとめる「銀行界、金融界における参謀本部、軍令部」⁷⁾と見做されていた。そしてその中心にいたのが、池田成彬（三井）、串田万蔵（三菱）、佐々木勇之助（第一）、八代則彦（住友）であった。シ団銀行の存在の重さは、その資金力だけではなくたのである。

さて、1932年12月から1938年11月における特別発行額⁸⁾、日銀引受額、日銀売却額、シ団購入額の推移を示した表1、また同期間にける日銀売り

5) 『日本銀行沿革史 第3集』第13巻、pp251-252。「国債シンジケートの機能殆ど休止状態 日銀公債引受頻発で非常時財政の変態現象」『大阪毎日新聞』1934年3月27日（神戸大学経済経営研究所「新聞記事文庫」デジタル版）。

6) 以下ではシ団ないしシ団銀行と略することがある。またシ団銀行は11行であるが、以下の売りオペ購入額では、統計資料の関係上、愛知銀行を除く10行で集計している。

7) 「シンジケート銀行 全国銀行を左右する有力十五大銀行 それをうまく操る土方日銀総裁」、『報知新聞』1930年11月16日～19日（神戸大学経済経営研究所「新聞記事文庫」デジタル版）。

表 1 日銀引受国債の売却率、シ団シェアの推移

(千円, %)

暦年		特別 発行額 (A)	日銀 引受額 (B)	日銀 売却額 (C)	シ団 購入額 (D)	日銀 引受率 B/A	日銀 売却率 C/B	シ団 シェア D/C
1932	11～12月	200,000	200,000	16,300	5,000	100.0	8.2	30.7
1933	上期	515,000	515,000	483,650	240,900	100.0	93.9	49.8
	下期	700,000	600,000	359,520	150,600	85.7	59.9	41.9
1934	上期	415,814	251,357	609,177	258,600	60.4	242.4	42.5
	下期	500,000	450,000	318,844	98,000	90.0	70.9	30.7
1935	上期	436,091	228,000	359,264	117,350	52.3	157.6	32.7
	下期	611,681	522,656	339,369	89,950	85.4	64.9	26.5
1936	上期	1,200,835	1,150,835	561,569	151,860	95.8	48.8	27.0
	下期	1,858,590	430,000	250,724	10,415	23.1	58.3	4.2
1937	上期	185,000	135,000	134,126	22,050	73.0	99.4	16.4
	下期	1,300,000	1,000,000	553,758	16,750	76.9	55.4	3.0
1938	上期	1,830,000	1,430,000	1,629,235	466,310	78.1	113.9	28.6
	7～11月	1,800,500	1,550,500	1,543,020	175,318	86.1	99.5	11.4
	合計	11,553,511	8,463,348	7,158,556	1,803,103	73.3	84.6	25.2

資料：「特別発行国債要目」日本銀行『日本銀行沿革史 第3集』13巻 p257～p260, 『昭和財政史』Ⅵ国債, 巻末統計。日本銀行調査局「昭和七年十二月以降昭和十三年十一月 本行所有国債売却高」(アーカイブ3040), より作成

オペ(売却額)の業態別月別シェアを掲げた表2によって趨勢を確認しておこう。

第1に, 2.26事件が発生した1936年以降と高橋財政期(1932年11月～1936年2月)とでは, 特別発行額, 日銀引受額, 日銀売却額, シ団購入額のいずれも様相が異なる。シ団のシェアは, 1935年頃を境にかなり不安定化する。(表1)

第2に, 日本銀行は特別発行の平均73.3%を引受けており, そのうち平均84.6%を売却した。当時から言われていたが, 極めて良好な売却率と言える。シ団銀行は, 日銀による売却の平均25.2%を購入していた。(表1)

第3に, 売りオペの状況を月別でみれば, 1936年4月頃と1937年9月頃を画期に様相が異なる。1936年3月19日から9月まで四分利国債が売り止

8) 特別発行とは公募方法に依らず, 日銀または預金部等が起債額の全額を直接引受ける発行方法のことである。表1において特別発行額と日銀引受額との差は, おおむね預金部が引受けている。

めされたこともあるが、2.26事件が金融機関に与えた影響の広さと深さを窺わせる。(表2)

表2 日銀売りオペ業態別シェアの推移 (1932～1938)

(千円, %)

年	月	日銀国債 売却額	シ団銀行		シ団以外の 普通銀行		貯蓄銀行		信託会社		生損保会社		証券会社		産組・信組・ 無尽等		特殊銀行		預金部・簡保 ・他官庁		郵便 局売出
			構成比	行数	構成比	行数	構成比	行数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	機関数	構成比	行数	構成比	団体数	
1932	12	16,300	30.7	1	1.8	1	12.3	1	12.3	1			42.9	1							—
1933	1	61,000	62.3	7	5.2	6	21.6	6	1.8	1			0.8	1			8.2	1			—
	2	3,300	15.2	1	33.3	3	15.2	1											36.4	1	—
	3	55,200	74.3	3	0.9	1	13.0	2					0.9	1	9.1	1			1.8	1	—
	4	85,660	55.5	5	2.2	4	29.2	1					1.5	2			5.8	1			—
	5	212,060	50.9	8	7.1	17	11.7	5	1.9	3			4.0	5	1.9	1	21.2	2	1.2	1	—
	6	66,430	8.9	2	20.6	24	3.6	4	4.5	3			28.9	7	9.0	1	16.9	3	7.5	1	—
	7	44,000	34.5	5	29.5	23	11.8	4	1.1	1			3.6	2	9.1	1	10.2	2			—
	8	22,400	71.4	3	10.3	7	11.2	3					1.3	1			5.8	2			—
	9	238,370	41.6	9	16.1	84	10.8	21	5.2	8	3.1	8	9.2	12	4.2	1	9.6	9			—
	10	34,000	0.6	1	0.3	1							8.8	1			2.1	2	88.2	1	—
	11	150			100.0	1															—
	12	20,600	97.1	1	1.5	1							1.5	1							—
1934	1	61,150	67.0	5	3.8	3							0.3	1			11.4	1	17.3	1	—
	2	86,900	50.6	5	3.3	9	33.1	4	2.6	2			10.1	5			0.2	1			—
	3	96,850	45.8	5	7.4	19	23.9	6	0.5	1	3.6	2	18.6	9			0.3	1			—
	4	114,200	42.0	5	9.2	18	30.4	8	0.9	1	2.0	2	11.6	8			3.9	2			—
	5	185,040	37.9	7	11.8	28	1.8	9	2.3	3	0.0	0	19.1	9			26.4	7			—
	6	65,037	17.1	3	19.7	24	3.0	10	3.8	3	3.2	3	25.7	8	9.2	1	15.4	1			—
	7	177,884	32.3	5	13.3	32	14.3	9	22.1	8	2.5	2	10.4	9			13.2	5			—
	8	32,915	15.5	2	31.5	19	5.9	5	6.1	1			9.7	3			0.9	1	30.4	1	—
	9	10,270	23.4	2	16.1	5	1.0	1	3.9	1			8.0	1			9.7	1	34.1	1	—
	10	34,437	63.9	3	3.9	3	29.0	1	0.2	1			1.5	2					0.6	1	—
	11	27,565	18.1	1	2.0	3	7.6	2	36.3	1			23.2	5			11.6	2	1.1	1	—
	12	35,773	16.8	2	6.4	11	3.5	3	29.8	3	8.4	1	18.6	7			1.4	1	3.5	2	—
1935	1	91,785	39.3	5	13.5	20	22.9	6	11.1	2			11.0	7					2.2	1	—
	2	74,254	13.5	3	14.1	19	13.0	6	17.5	1			6.8	5	0.3	1	33.1	7	1.3	1	—
	3	37,173	6.1	1	8.7	7	44.9	5	16.1	4	5.5	2	11.2	5			4.0	1	3.5	2	—
	4	22,878	43.7	2	6.6	3	23.2	4					0.8	3			21.9	1	3.4	1	—
	5	72,694	34.4	4	8.0	9	24.5	4	0.8	2			8.0	5	0.3	1	21.2	2	2.8	1	—
	6	60,480	56.2	4	11.3	10	21.4	5	0.4	1	0.5	1	10.2	5							—
	7	74,433	16.4	3	21.8	22	12.8	6	0.7	3	3.8	3	23.2	7	4.0	1	14.8	3	1.5	1	—
	8	79,670	22.8	4	29.0	11	3.3	5	14.2	3	2.5	1	17.7	7	0.1	1	9.0	2	0.7	1	—
	9	86,591	27.1	2	15.7	14	2.5	6	0.5	1	0.6	1	21.8	8	6.9	1	6.9	1	16.3	3	—
	10	53,533	48.6	2	4.1	8	6.8	6	1.2	3			6.1	3	5.6	1			22.6	3	—
	11	6,067	0.8	1	24.2	6	15.7	5	8.2	1	16.6	3	21.3	2					13.2	2	—
	12	39,075	25.6	2	22.5	20	2.0	7	2.5	4	7.7	3	5.4	6			0.5	1	10.0	3	—
1936	1	144,511	45.1	6	22.0	32	6.1	12	4.2	4	1.7	1	18.3	9			2.4	3			—
	2	117,745	31.9	4	16.7	33	1.7	9	5.8	5	0.7	3	25.5	8			13.6	3	3.6	3	—
	3	205,207	21.0	4	11.8	29	20.3	18	9.8	4	5.4	6	11.2	13			12.1	5	1.9	1	—
	4	37,685	16.2	2	34.6	26	6.3	5	8.9	2	3.4	3	15.7	7			14.6	2			—
	5	31,188																	100.0	3	—
	6	25,233																	57.2	2	—
	7	32,618																	100.0	2	—
	8	19,134																	89.3	3	—
	9	147,143	7.0	2	21.7	39	15.2	10	8.9	6	12.4	8	8.4	11	2.7	2	15.4	5	7.5	1	—
	10	40,008	0.1	1	8.4	6	12.6	4	2.5	1			8.8	5			50.0	1	15.0	1	—
	11	2																			—
	12	11,819			18.2	2	3.8	1			8.9	2	69.0	3							—
1937	1	23,410	29.9	2	58.1	8	0.4	1					11.6	6							—
	2	43,554			76.8	5	9.6	3	2.9	2			10.7	4							—
	3	17,094	29.3	1	17.6	7	23.6	2	0.6	1			29.0	8							—
	4	34,360	29.2	2	31.7	4	8.7	1	4.1	1			5.8	2			14.6	1	1.7	1	—
	5	6,748					88.9	1											11.1	1	—

年	月	日銀国債 売却額	シ団銀行		シ団以外の 普通銀行		貯蓄銀行		信託会社		生損保会社		証券会社		産組・信組・ 無尽等		特殊銀行		預金部・簡 保・他官庁		郵便 局売出	
			構成比	行数	構成比	行数	構成比	行数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	行数	構成比	団体数	構成比	人数
	6	8,960					22.3	1											77.7	2	—	
	7	8,625																	100.0	2	—	
	8	221,828			4.5	1	2.3	1											93.2	4	—	
	9	51,581	19.4	1	4.1	2	6.6	3			34.5	6							35.4	3	—	
	10	93,093	1.6	1	6.1	10	18.3	15			53.3	17	3.0	4	1.9	1			15.1	2	—	
	11	84,896	0.3	1	5.6	9	7.7	10	3.4	6	15.4	11	0.2	1	19.1	1			0.5	1	47.7	
	12	93,735	5.3	1	12.0	14	6.8	13	0.3	2	25.0	17	4.0	4	2.7	2			2.3	2	29.4	
1938	1	174,582	55.0	6	18.6	35	7.0	15	0.2	2	5.7	6	5.3	4	6.5	3			0.1	1		
	2	252,619	11.9	4	11.8	32	5.8	18	0.3	3	3.1	7	3.7	5	0.8	2	9.1	2	31.8	2	17.9	
	3	237,476	10.1	4	3.9	10	4.7	9	0.1	1	4.2	8	0.2	3	0.3	2	17.1	2	55.8	3	2.1	
	4	294,104	29.2	5	1.8	5	4.7	7	1.8	2	2.6	3	1.1	2	0.3	2	8.2	1	38.1	3	10.7	
	5	174,708	36.1	5	4.7	12	5.4	12	3.3	3	3.1	5	0.5	2	0.4	3	33.5	3	1.1	2	11.2	
	6	495,746	33.7	7	7.1	48	4.5	23	0.4	2	3.6	10	0.4	5	0.4	6	17.9	6	22.6	4	8.3	
	7	434,170	8.1	3	10.1	54	4.3	23	0.2	4	5.2	19	0.9	5	2.2	8	33.7	5	26.6	4	7.1	
	8	284,084	0.1	1	8.8	26	6.7	8	0.2	2	5.5	13	0.3	4	0.5	5	23.9	3	45.0	4	8.1	
	9	311,676	17.6	5	5.3	35	9.1	25	0.8	4	3.8	13	0.7	3	3.1	8	17.8	3	19.2	4	20.6	
	10	269,128	27.5	7	9.4	41	6.5	17	0.6	3	4.2	14	3.6	4	3.8	4	20.8	5	22.0	5	0.8	
	11	243,962	4.6	3	5.4	26	7.3	14	0.7	3	2.4	7	4.8	5	4.3	3	9.0	3	23.0	4	37.3	
合計		7,158,556	25.2	202	10.6	1,047	9.4	452	3.0	42	6.5				1.8		13.2		18.8		5.9	
1932.12～ 36.2小計		2,748,380	38.7	3	12.5		12.9		5.6		1.4		12.3		1.7		10.4		4.0		—	

資料：日本銀行調査局「昭和七年十二月以降昭和十三年十一月 本行所有国債売却高」（アーカイブ3040）により作成

第4に、高橋財政期の売却率を支えていたのはシ団銀行であり、そのシェアは通期の25.2%を上回る38.7%であった。なかでもスタートの時点で売りオペを軌道に乗せた貢献は大きい。なお1936年3月～38年11月のシェアは16.8%に大きく低下する。（表2）

第5に、高橋財政期の購入者の構図は、シ団を中核にシ団以外の普通銀行（地方銀行）、貯蓄銀行、信託会社、証券会社が脇を固めるものであり、それ以外の機関はスポット的な存在であった。2.26事件以降では中核となる業態は見当たらず、シ団を含め生命保険会社、特殊銀行、預金部等、郵便局売出まで全体に分散した。同時にすべての業態が、恒常的に参加しルーティンに購入するという組織的な動きに替わった。（表2）

これらに加えて、表3によって月平均の購入銀行等をみておこう。高橋財政期は平均33.2行等が売りオペに参加した。しかし2.26事件以降ではシ団、証券会社、特殊銀行は減少したものの、貯蓄銀行や生損保を中心に40.0行等に増加した。しかもこの平均には1936年から37年にかけての空白期間

9) なお、銀行統合により普通銀行数は1932年末の538行から38年末の346行へ、同様に貯蓄銀行は87行から71行に減少している。

表3 業態別月平均参加行（社・機関）

年月	シ団	シ団除普銀	貯銀	信託	生損保	証券	産組・信組・ 無尽等	特銀	預金部・簡 保・他官庁	計
1932.12 ～36.2	3.4	14.4	4.9	1.9	0.9	4.6	0.3	1.8	0.9	33.2
1936.3 ～38.11	2.1	14.7	7.9	1.6	5.3	3.3	1.6	1.4	2.1	40.0

資料：表2より作成

もカウントされており⁹⁾、実質的にはもっと多くなる。

以上、簡単な素描ではあるが、高橋財政期におけるシンジケート銀行団の強力なプレゼンスを窺い得るだろう。

2. 国債消化力の実態

日本銀行がどの銀行、会社、機関等に国債をどれだけ販売したのかは、日本銀行調査局がまとめた「昭和七年十二月以降昭和十三年十一月 本行所有国債売却高」（アーカイブ3040）によって知ることができる。以下では、この資料に依拠してシ団銀行の内部に立ち入ってみたい。

三十四、鴻池、山口の各行を三和銀行で括り、愛知銀行を除いたシ団銀行8行について月別売却額を整理したのが表4である。

全体を通期で鳥瞰すると、相当な変化が見て取れる。当初はシ団らしく各行が足並みを揃えて購入していたが、1934年11月からいち早く三井が抜け、35年に入ると三菱も抜けた。これ以降三和と第一を中心にして動いていくが、それも1936年3月までである。四分利債売り止めの影響もあり、1936年と37年はかなりまばらになる。1937年10月のシ団による1億円公募の失敗を経て1938年からは再度1千万円以上の大ロット購入で足並みが揃う。

表4の最右欄に示したシ団シェア（B/A）をみると、売りオペ市場がシ団銀行によって左右されていたのは、シ団の足並みが揃っていた1934年半ばまでであろう。ここではシ団銀行が大ロットで買い進まないで売却額も

伸びない関係にあり、その意味では日銀の売りオペ市場は極めて限定された市場であった。例えば、1933年5月に2億1200万円の売却ができたが、三井銀行だけで記録的なロットである4,000万円を購入している。これは全体の19%を占め、シ団以外の銀行17行と貯蓄銀行5行の購入額3,600万円を上回るものであった。こうした状況は、1933年9月、34年4月、同5月、同7月にも当てはまる。しかし1938年に入ると、表2でもみたように、シ団銀行は有力な業態の一つに過ぎなくなった。

表4の最下段に示した各行のシェアをみると、通年では1938年末預金額3位の第一が最大シェアの19.3%である。大蔵・日銀からすれば高い貢献度となろう。しかし1932年～34年をとれば様相は変わる。三和と住友の関西系はほとんど変化がないが、三井、三菱、安田、第一は大きく位置を変える。1934年末の預金額では5位の三井銀行が21.8%を占めトップ、同6位の三菱銀行も15.7%とかなり高い。これに対して安田と第一は、通期と比較すれば相当に下がる。初期の時点で日銀売りオペを軌道にのせた三井、三菱の存在は大きい。

とくに三井銀行は、1932年12月にシ団のなかでは真っ先に購入している。この12月の売却は日銀の深井英五も意外であったようだ¹⁰⁾。三井の500万円を含めて5行（社）が計1,630万円を購入しているが、その内訳は神戸岡崎銀行30万円、不動貯金銀行200万円、住友信託200万円、上田商店700万円であった¹¹⁾。シ団銀行、地方銀行、貯蓄銀行、信託会社、ビルブローカー¹²⁾といった各業態トップクラスの銀行・会社が揃い、しかも各業態1行（社）、三井銀行のシェア30%、これはあまりに出来過ぎであって、個々の意思による投資行動と見做すことは難しい。裏付ける資料はないが、三

10) 「年末金融の見透しが付きたる後には早くも国債の売却を日本銀行に求むるものあり、多少の売却を実行するに至った」と回顧している。深井英五『金本位制離脱後の通貨政策』千倉書房、1938年、p362。

11) 日本銀行調査局「昭和七年十二月以降昭和十三年十一月 本行所有国債売却高」（アーカイブ3040）。

12) 上記日銀資料における上田商店の扱いは証券業となっている。

表4 日銀売りオペとシンジケート銀行

年	月	日銀国債 売却額 (A)	シンジケート銀行									B/A %
			三井	三菱	三和	安田	住友	第一	(川崎) 第百	名古屋	計(B)	
1932	12	16,300	5,000								5,000	30.7
1933	1	61,000			*5,500	10,000	10,000	1,000	10,000	1,500	38,000	62.3
	2	3,300								500	500	15.2
	3	55,200		20,000		3,000		18,000			41,000	74.3
	4	85,660	10,000	20,000		5,000	5,000	7,000		500	47,500	55.5
	5	212,060	40,000		*10,000	5,000	25,000	20,000	6,000	2,000	108,000	50.9
	6	66,430			*5,700					200	5,900	8.9
	7	44,000			*5,000		9,000	1,100		100	15,200	34.5
	8	22,400	5,000			10,000				1,000	16,000	71.4
	9	238,370	25,000	20,000	*23,000	10,000	10,000	3,200	5,000	3,000	99,200	41.6
	10	34,000				200					200	0.6
	11	150									0	0.0
	12	20,600			20,000						20,000	97.1
1934	1	61,150	5,000	10,000	20,000				5,000	1,000	41,000	67.0
	2	86,900	20,000		10,000	5,000	8,000			1,000	44,000	50.6
	3	96,850	10,000		10,000	9,000		15,130		200	44,330	45.8
	4	114,200		20,000	11,000	11,000		4,000		2,000	48,000	42.0
	5	185,040	10,000	10,000	20,000	22,000	5,000	150		3,000	70,150	37.9
	6	65,037		5,000				5,570		550	11,120	17.1
	7	177,884	15,000		10,000		20,000	10,000		2,500	57,500	32.3
	8	32,915	5,000							100	5,100	15.5
	9	10,270						400		2,000	2,400	23.4
	10	34,437	10,000	10,000				2,000			22,000	63.9
	11	27,565						5,000			5,000	18.1
	12	35,773					5,000			1,000	6,000	16.8
1935	1	91,785			15,100	10,000	5,000		4,000	2,000	36,100	39.3
	2	74,254		3,500			5,000	1,490			9,990	13.5
	3	37,173						2,260			2,260	6.1
	4	22,878			5,000		5,000				10,000	43.7
	5	72,694				5,000	5,000	10,000	5,000		25,000	34.4
	6	60,480			10,000		5,000	14,000	5,000		34,000	56.2
	7	74,433				5,000		4,200	3,000		12,200	16.4
	8	79,670			11,000	200	5,000	2,000			18,200	22.8
	9	86,591			20,000			3,500			23,500	27.1
	10	53,533			10,000			16,000			26,000	48.6
	11	6,067						50			50	0.8
	12	39,075				7,000		3,000			10,000	25.6
1936	1	144,511			24,000	8,000	10,000	12,150	10,000	1,000	65,150	45.1
	2	117,745			6,000	16,000		15,050		500	37,550	31.9
	3	205,207			5,000	5,000	23,000	10,060			43,060	21.0
	4	37,685						5,000		1,100	6,100	16.2
	5	31,188									0	0.0
	6	25,233									0	0.0
	7	32,618									0	0.0
	8	19,134									0	0.0
	9	147,143			5,135			5,220			10,355	7.0

年	月	日銀国債 売却額 (A)	シンジケート銀行									B/A %
			三井	三菱	三和	安田	住友	第一	(川崎) 第百	名古屋	計 (B)	
	10	40,008						60			60	0.1
	11	2									0	0.0
	12	11,819									0	0.0
1937	1	23,410			5,000	2,000					7,000	29.9
	2	43,554									0	0.0
	3	17,094			5,000						5,000	29.3
	4	34,360		10,000				50			10,050	29.2
	5	6,748									0	0.0
	6	8,960									0	0.0
	7	8,625									0	0.0
	8	221,828									0	0.0
	9	51,581				10,000					10,000	19.4
	10	93,093		1,500							1,500	1.6
	11	84,896		250							250	0.3
	12	93,735						5,000			5,000	5.3
1938	1	174,582			10,000	27,000	20,000	26,050	10,000	3,000	96,050	55.0
	2	252,619				5,000	5,000	5,100	15,000		30,100	11.9
	3	237,476			10,000	4,000	10,000	60			24,060	10.1
	4	294,104	10,000	10,000		11,000	15,000	40,000			86,000	29.2
	5	174,708	5,000		13,100	20,000	10,000	15,000			63,100	36.1
	6	495,746	25,000	20,000	48,000	35,000		25,000	12,000	2,000	167,000	33.7
	7	434,170		10,000		24,000				1,000	35,000	8.1
	8	284,084		200							200	0.1
	9	311,676				13,000	10,000	15,000	15,000	2,000	55,000	17.6
	10	269,128	10,000		20,000	7,000	10,000	20,000	6,000	1,000	74,000	27.5
	11	243,962				9,000		118		2,000	11,118	4.6
合計		7,158,556	210,000	170,450	323,335	313,400	240,000	347,968	111,000	37,750	1,803,103	25.2
		構成比%	11.6	9.5	17.9	17.4	13.3	19.3	6.2	2.1	100.0	
1932～34		1,787,491	160,000	115,000	130,200	90,200	97,000	92,550	26,000	22,150	733,100	41.0
		構成比%	21.8	15.7	17.8	12.3	13.2	12.6	3.5	3.0	100.0	

注：(1) シンジケート銀行の範囲には、野村銀行、愛知銀行、四大信託会社を含んでいない。

(2) 三和銀行蘭の※は、三十四、山口、鴻池各銀行の合計値。内訳は次の通り。1933年1月、三十四銀行500千円、山口銀行5000千円。33年5月、三十四銀行9000千円、鴻池銀行1000千円。同年6月、三十四銀行4200千円、鴻池銀行1500千円。同年7月、三十四銀行3000千円、鴻池銀行2000千円。同年9月、三十四銀行15000千円、山口銀行8000千円。

(3) 川崎第百銀行は、1936年11月から第百銀行と改称。

資料：日本銀行調査局「昭和七年十二月以降昭和十三年十一月 本行所有国債売却高」（アーカイブ3040）により作成

井の池田成彬が主導した協調的な組織行動と考えるのが妥当であろう。

もっとも1931年秋のドル買い問題で同行の池田が井上準之助蔵相と激しく対抗しただけに、率先した行動は金融界に大きな安堵感を与えたと考えられる。これを機に1933年1月から3月にかけて住友銀行や三菱銀行が大ロット購入額を更新する形で順次参入する。三井、三菱、住友の三行に

表5 日銀売りオペの銘柄（1932年12月～33年4月）

（千円）

年	月	日銀国債 売却額	五分利公債・ 国庫債券	四分半利国庫債券			
				い号	ろ号	は号	小計
1932	12	16,300	14,000	2,300	—	—	2,300
1933	1	61,000	24,100	36,900	0	—	36,900
	2	2,100	0	0	2,100	—	2,100
	3	54,200	0	16,200	3,000	35,000	54,200
	4	85,660	*5,000	14,000	0	66,660	80,660
合計(A)		219,260	38,100	69,400	5,100	101,660	176,160
うちシ団(B)		140,100	28,500	41,600	3,500	66,500	111,600
B/A(%)		63.9	74.8	59.9	68.6	65.4	63.4

注記：(1) 政府に対する売却は含まない。(2) *は鉄道省共済組合への売却

資料：『日本銀行沿革史 第3集』第4巻，p218

煽られたシ団他行は急いで購入に走る。さらにシ団の積極的な投資行動は他の金融機関の投資を誘発する。こうして売りオペは軌道に乗った。三井の池田は、三菱の串田万蔵や住友の八代則彦と常に共同歩調をとっており、三者合意の上であろう。三井の池田には、このような憶測をさせる、数値だけでは捉え切れない組織力があつた。

こうしたシ団の行動は、決して奉加帳的なものではない。表5に初期の売りオペ銘柄掲げておいた。これによれば、主たる狙いは、相当な値上がりが期待できる五分利債の獲得にあつたと考えられる¹³⁾。おそらく五分利債を購入したのは三井、住友信託（ないし不動貯金）、上田商店であつたろう。率先した行動も通常の投資行動の範囲内だったのである。

以上のように日銀売りオペは、金融機関の投資行動によって、なかでもシ団銀行によって、さらには三井銀行と三菱銀行によって左右されていた。したがって国債消化力の最初の限界は、三井、三菱が日銀売りオペ市場から離脱する1934年末に到来したことになる。これが国債消化力と言われたものの実態であり、狭く脆いものであつた。

消化力が特定の大口購入銀行に依存している実態は、当事者である日本銀行も正確に理解していた。日本銀行調査部は1933年8月に「預金部、貯蓄銀行、信託、保険会社ニ於ケル国債消化力ニ就テ」¹⁴⁾および「普通銀行ノ

13) 事実1933年6月以降、市価は額面を超えた。

表6 主要シ団銀行における預金・国債の増加

(百万円)

銀行	1932年4月	1933年5月	1932年4月	1933年5月	預金増加	国債増加	F/E (%)
	預金 (A)	預金 (B)	国債 (C)	国債 (D)	B-A=(E)	D-C=(F)	
三井	598	682	62	147	84	84	100.0
三菱	593	659	75	156	66	81	122.7
住友	665	758	116	202	92	86	93.5
第一	624	737	128	201	112	73	65.2
三十四	378	412	54	79	33	25	75.8
山口	320	368	46	83	47	36	76.6

資料：日本銀行調査局『普通銀行ノ国債消化力ニ就テ』昭和8年7月（日銀アーカイブ2863）

国債消化力ニ就テ¹⁵⁾をまとめている。前者は資金コスト分析であり、預金部と貯蓄銀行には国債投資の余地があるが、信託会社は難しく、生保は困難という結論である。

普通銀行を対象にした後者の報告は、極めて興味深い。普通銀行の国債増加額をとれば、シンジケート銀行とそれ以外では38:1（1933年5月末／1932年4月末）もの開きがある。シンジケート銀行においても川崎第百、安田、鴻池、名古屋、愛知の5行は「種々の理由からさして増加の跡が見られない」。また地方銀行による購入が「散見」されるようになり、今後とも期待できるが、購入額が小さく「総額に於いても尚大銀行一行の買入額に及ばない」。したがって「普通銀行に於ける国債消化力の問題としては自然その重点を三井、三菱、第一、住友、三十四、山口の六行に向けざるを得ないであろう」と述べ、表8のように具体的に示す。

三井と三菱は、預金の増加額同等かそれ以上に国債投資を行っている。住友、第一も国債投資の割合は累進してきた。三十四、山口は最近に至って累進傾向が頓挫した。今後とも国債の消化力を有するのは上述の6行だが、すでに相当額を保有している。金利低下の傾向がどの辺まで、いつごろまで継続するかの判断は難しいが、「財界に資金の需要喚起せられ金融緩慢の情勢阻止さるゝが如き場合には国債市価の反落危惧さるゝ」と懸念を

14) 『日本金融史資料 昭和編』第30巻, pp9-15。

15) 日銀アーカイブ2863。なお引用にあたっては原文のカタカナをひらがなに直した。

示す。

結論的には、今のところ銀行の相対的な投資物件として国債は最も適当であるので、「今後とも政府資金の撒布に因り預金増加の趨勢が持続せられ且つ国債に対する投機思惑を成るべく抑制して市価が穩健なる歩調辿る限り国債の消化力は尚存続する」との見通しであった。

おわりに

高橋財政における歳出と歳入のあり方にはかなりの温度差があった。歳出面は満州事変費など非常時の財政運営であったが、歳入面では増税を忌避し平時の仕組みのなかで日銀引受国債発行と売りオペを実施した。いわば非常時を平時で支える構造であった。

日銀が引き受けた国債の過半を購入したのは金融機関であり、その中心は国債引受シンジケート銀行団であった。さらにシ団の中核を成していたのは、三井、三菱、住友、第一、三和のいわゆる五大銀行であり、なかでも三井、三菱の財閥銀行がグリップを握っていた。したがって国債消化力と言われていたものの実態は、三井、三菱の財閥銀行における国債への投資余力であった。

しかも高橋蔵相は、投機以外の経済行動に不介入、放任を基本としていた。この結果、非常時財政の帰趨が財閥銀行の自律的な経営行動に委ねられるという様相を呈した。これが非常時に身を置く第三者には「不当」と映ったのである。2.26事件において高橋が「資本的財閥の代表者」¹⁶⁾と見做され標的とされた所以であろう。馬場・結城財政は高橋財政のあり方を非常時で「矯正」したものであった。

16) 「栗原安秀公判調書」、北博昭『二・二六事件 全検証』朝日新聞社、2003年、p93。

What Allowed Government Bonds to Be Stably Funded during
Takahashi's Term as the Finance Minister?:
Views from the Syndicated Banks.

Masanori SATO

《Abstract》

It was the financial institutions that purchased the majority of the Bank of Japan's underwriting of government bonds during the term in which Korekiyo Takahashi served as Finance Minister. The central agent was the underwriting syndicated banks. Furthermore, it was the so-called Big Five, i.e. Mitsui Bank, Mitsubishi Bank, Sumitomo Bank, First Bank, and Sanwa Bank, which constituted the core of the syndicated bank group. However, the former two banks were the dominant agents in this group. Indeed, it was the investment surplus in the government bonds by these two core banks that sustained the stable absorption of the government bonds in Takahashi's term. However, since the selling operations of the Bank of Japan, which made possible such stable digestion of the government bonds in this period, were dominated and controlled by these two major banks, their relinquishment of the dominant control would reveal and precipitate a fragile and shallow market, i.e. the limitations of, the so-called, "stability of funding the government bonds."